

衰退交易证伪：9月非农数据点评

团队成员

投资要点：

9月美国非农就业数据超预期上行：（1）9月美国非农就业超预期上行，失业率连续2个月下行，显示美国就业市场韧性仍然较强。9月新增非农就业为25.4万人，远超预期（15万人），前值同样提升，7-8月新增非农就业分别由8.9万人、14.2万人上修至14.4万人、15.9万人。失业率层面，失业率由8月的4.2%降至4.1%，连续2个月下行；（2）结构上主要源于私人部门尤其是服务业的带动：服务业由上月的10.9万提升至20.2万，是9月非农大超预期的最主要带动项；（3）职位空缺率边际提升，劳动力参与率持平，同样反映美国就业市场仍较为景气。截至9月，美国劳动力参与率维持在62.7%，连续3个月持平；8月职位空缺率提升至4.8%，较7月明显走强；（4）时薪同比增速环比持平，同样反映就业市场已边际企稳：9月私人部门时薪环比0.3%，连续3个月持平，同比由4.0%略降至3.9%，同样表明当下美国就业市场仍偏温和。

美国经济边际走强，衰退交易或告一段落：（1）除超预期非农外，9月非制造业PMI大幅回升，表明近期美国经济边际走强，此前市场一度演绎的衰退交易大概率告一段落。9月美国非制造业PMI由上月的51.5提升至54.9，创2023年3月以来新高，而制造业PMI为47.2、与上月持平，与非农就业传递出的信息一致，即美国制造业仍然处于偏弱格局，但近期服务业已明显走弱，并带动美国经济边际走强；（2）8月以来的美国经济数据再度走强，很大程度源于其金融条件的反身性：从历史经验看，金融条件领先美国经济基本面约一个季度，“美国经济下行→提前交易衰退/降息→美债利率下行→金融条件放松→美国经济上行”的链条在过去两年多次出现。5月以来，美债利率一度下行约100BP，客观上起到提前降息效果。

宽松交易阶段性受挫，对美债冲击相对更大，对美股和美元相对利好，但同样需警惕风险：（1）宽松交易受挫：非农就业数据发布后，市场降息预期回调至年内继续降息50BP，美债利率大幅上行，美元和美股走强；（2）美债：在衰退交易被证伪、经济边际走强的背景下，短期或偏震荡，再度下行需要看到美国数据走弱，目前看仍需观察；（3）美股：衰退交易证伪+本轮降息更接近预防式降息剧本，对美股总体利好，但短期需警惕估值偏高及市场集中度过高带来的压力；（4）美元：短期或企稳，再度下探空间有限。美国经济韧性仍然较强，叠加全球主要央行均已开启降息通道，均对美元带来支撑。

风险提示：一是金融风险事件爆发；二是地缘政治风险；三是就业市场大幅冷却等。

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《降息 25BP 仍是偏中性判断——美国 8 月非农数据点评》—2024.09.08
- 2、《短期宽松交易有望延续——7 月美国非农数据点评》—2024.08.04
- 3、《就业市场边际降温——6 月美国非农数据点评》—2024.07.06

正文目录

1	9月美国非农就业数据超预期上行.....	3
2	美国经济边际走强，衰退交易或告一段落.....	6
3	风险提示.....	11

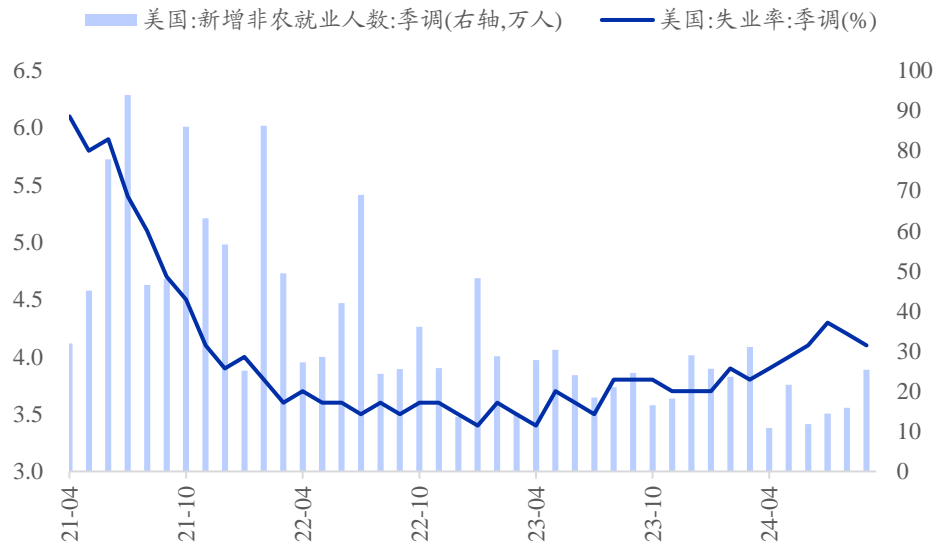
图表目录

图表 1:	9月美国新增非农就业由上月 15.9 万提升至 25.4 万.....	3
图表 2:	9月非农就业提升，私人部门是最主要贡献.....	4
图表 3:	商品生产就业中，建筑业仍是最主要贡献.....	4
图表 4:	服务业中教育保健、休闲酒店贡献居前.....	4
图表 5:	职位空缺率边际提升，劳动力参与率持平.....	5
图表 6:	私人部门时薪环比维持在 0.3%.....	5
图表 7:	批发和制造业时薪同比增速领先.....	6
图表 8:	9月美国非制造业 PMI 大幅回升.....	6
图表 9:	金融条件领先美国基本面约一个季度.....	7
图表 10:	数据公布后，降息预期回调至年内降息 50BP.....	7
图表 11:	首次降息前后的美国政府债走势.....	8
图表 12:	首次降息前后的美股走势.....	9
图表 13:	截至 10 月初，标普 500 远期 PE 为 23.8X.....	9
图表 14:	截至 10 月初，美股前十大股票市值占比达 35.7%.....	10
图表 15:	美元指数长期跟随美国 GDP 占全球比重而波动.....	10
图表 16:	年初以来，全球主要央行大部分开启降息周期.....	11

1 9月美国非农就业数据超预期上行

9月美国非农就业人数超预期上行，失业率连续2个月下行，显示美国就业市场韧性仍然较强，且较6-7月明显改善。BLS（美国劳工统计局）数据显示，9月新增非农就业（季调后）为25.4万人，远超预期（15万人），前值同样提升，7-8月新增非农就业分别由8.9万人、14.2万人上修至14.4万人、15.9万人，合计较修正前高7.2万人。失业率层面，失业率由8月的4.2%降至4.1%，低于预期的4.2%，连续2个月下行，总体显示美国就业市场韧性较强，且较6-7月明显改善。

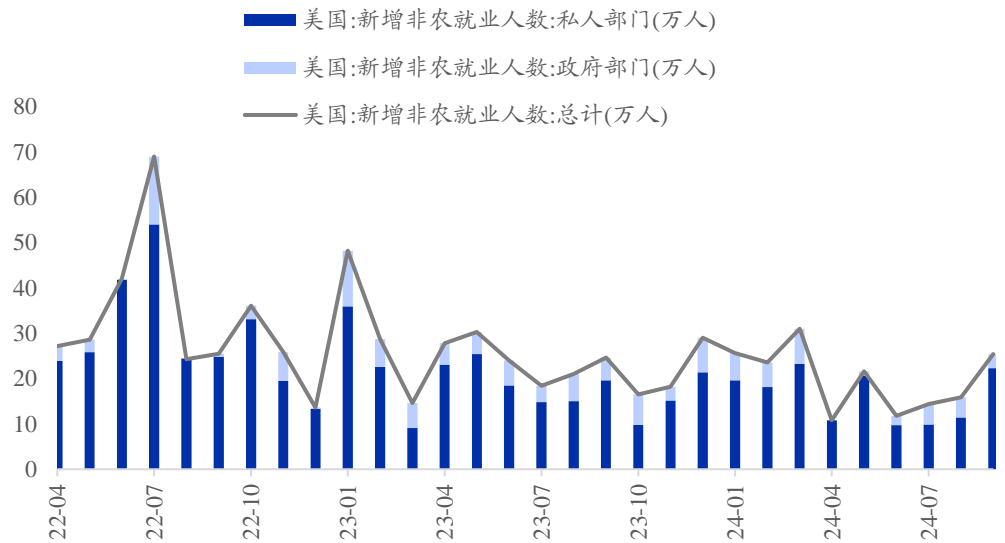
图表 1：9月美国新增非农就业由上月 15.9 万提升至 25.4 万



来源：Wind、华福证券研究所

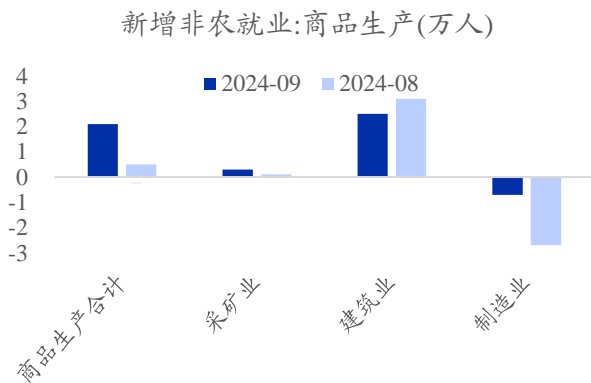
9月非农就业大幅提升，主要源于私人部门尤其是服务业的带动。9月美国25.4万的新增非农就业中，私人部门由上月的11.4万提升至22.3万，政府部门由4.5万降至3.1万，也即私人部门的回升是9月非农提升的最主要因素。具体而言，私人部门中，建筑业略有下降（3.1万→2.5万）但仍是商品部门最主要贡献者，制造业降幅略有收窄、总体仍然偏弱；服务业由上月的10.9万提升至20.2万，是9月非农大超预期的最主要带动项，其中大部分行业边际提升，而教育和保健服务（6.0万→8.1万）、休闲和酒店业（5.3万→7.8万）贡献居前。

图表 2: 9月非农就业提升, 私人部门是最主要贡献



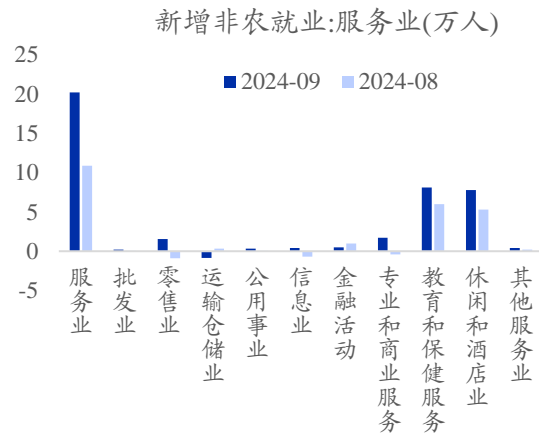
来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 商品生产就业中, 建筑业仍是最主要贡献



来源: Wind、华福证券研究所

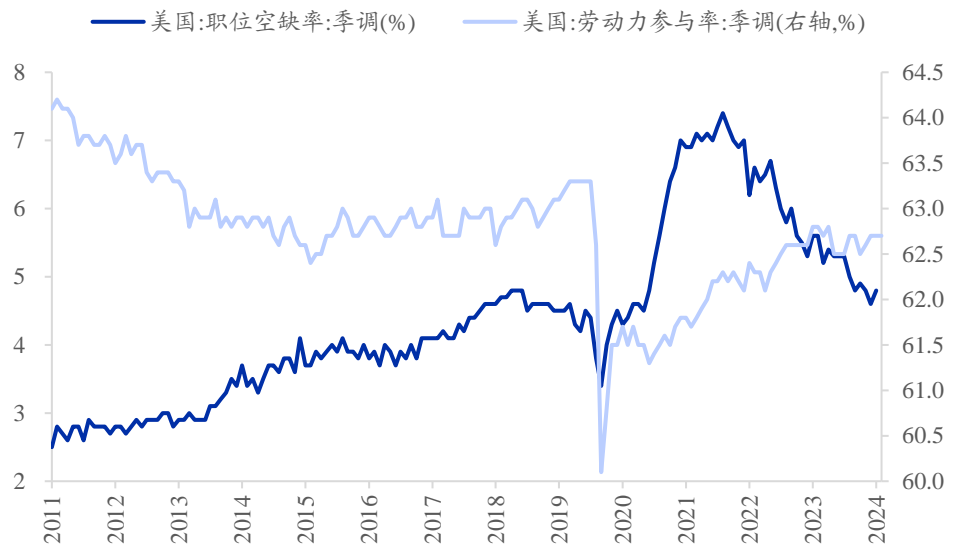
图表 4: 服务业中教育保健、休闲酒店贡献居前



来源: Wind、华福证券研究所

职位空缺率边际提升, 劳动力参与率持平, 同样反映美国就业市场仍较为景气。截至 9 月, 美国劳动力参与率维持在 62.7%, 连续 3 个月持平, 略低于疫情前水平 (2019 年均值为 63.1%); 职位空缺率方面, 8 月职位空缺率提升至 4.8%, 较 7 月明显走强, 按 9 月非农就业超预期看, 9 月职位空缺率有望继续走强, 反映美国就业市场仍较为景气。

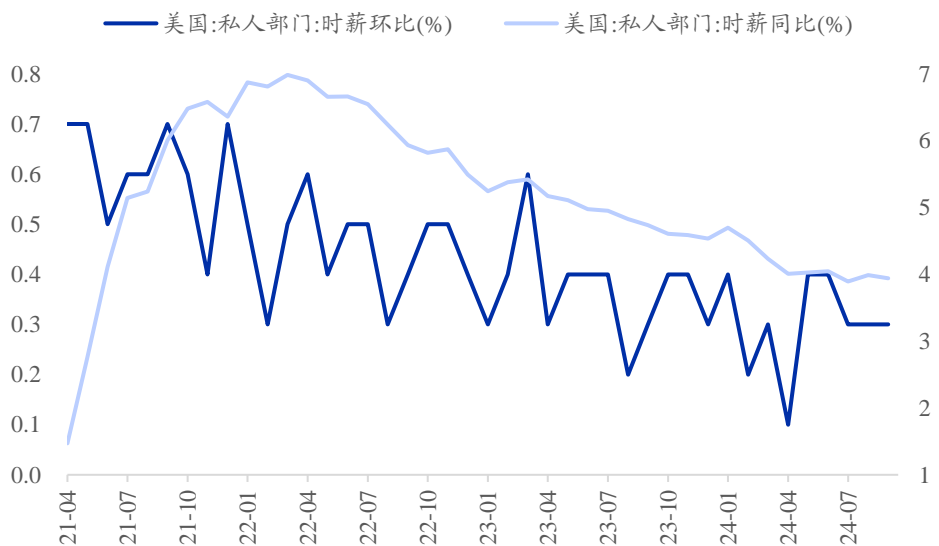
图表 5: 职位空缺率边际提升, 劳动力参与率持平



来源: Wind、华福证券研究所

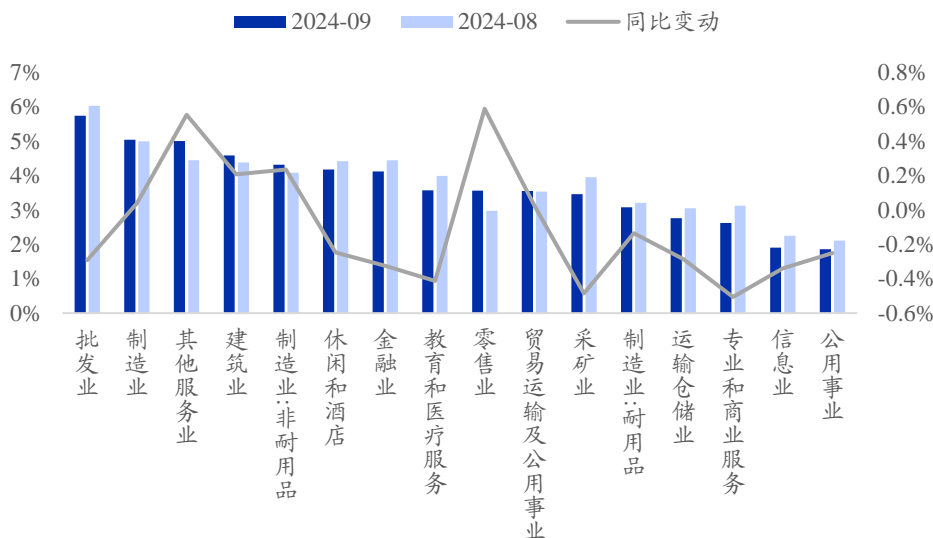
时薪同比增速环比持平, 同样反映就业市场已边际企稳。9月私人部门时薪环比0.3%, 连续3个月持平, 同比由4.0%略降至3.9%。与波动较大的新增就业数据相比, 工资增速由就业市场的供给和需求共同决定, 9月时薪同比仍在4%附近, 同样表明当下美国就业市场仍偏温和, 市场此前担忧的美国经济衰退或过度演绎。分行业看, 批发、制造业、建筑业时薪同比增速领先, 公用事业、信息业、专业和商业服务则相对靠后。

图表 6: 私人部门时薪环比维持在 0.3%



来源: Wind、华福证券研究所

图表 7：批发和制造业时薪同比增速领先

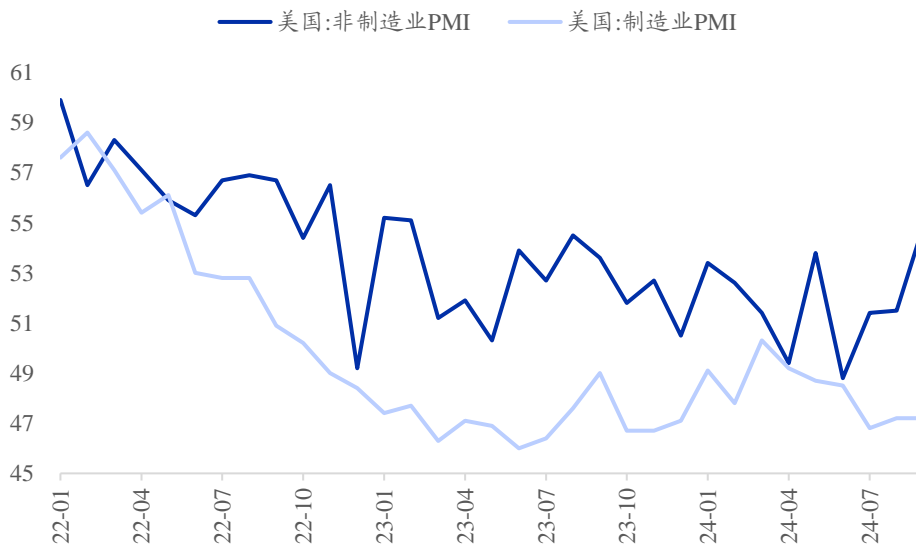


来源：Wind、华福证券研究所

2 美国经济边际走强，衰退交易或告一段落

除超预期非农外，9月非制造业PMI大幅回升，表明近期美国经济边际走强，此前市场一度演绎的衰退交易大概率告一段落。10月3日公布的9月美国非制造业PMI由上月的51.5提升至54.9，创2023年3月以来新高，且7-9月逐季上行，而制造业PMI为47.2、与上月持平，与非农就业传递出的信息一致，即美国制造业仍然处于偏弱格局，但近期服务业已明显走弱，并带动美国经济边际走强。

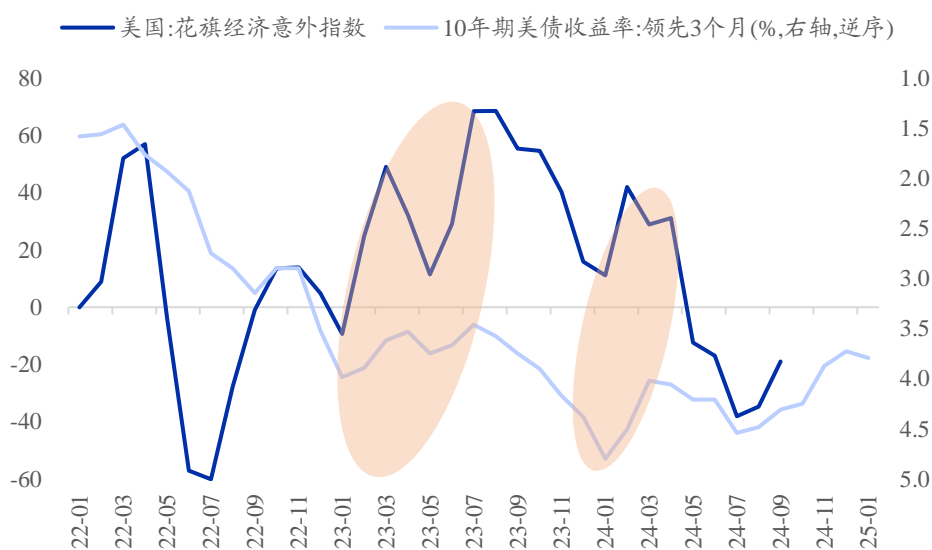
图表 8：9月美国非制造业 PMI 大幅回升



来源：Wind、华福证券研究所

8月以来的美国经济数据再度走强，很大程度源于其金融条件的反身性。从历史经验看，金融条件领先美国经济基本面约一个季度，“美国经济下行→提前交易衰退/降息→美债利率下行→金融条件放松→美国经济上行”的链条在过去两年多次出现，以23年底到24年一季度最为典型。23年11月-12月，10年期美债利率从5.0%高点降至12月底的3.8%附近，下行幅度达120BP，带动美国金融条件明显转松，到24Q1各项经济数据边际反弹。而5月以来，美债利率一度下行约100BP，客观上同样起到提前降息效果，并已反映在近期的PMI、非农就业等数据中。

图表 9：金融条件领先美国基本面约一个季度



来源：Wind、华福证券研究所

非农就业数据发布后，市场降息预期回调至年内继续降息 50BP，美债利率大幅上行，美元和美股走强。非农就业数据发布后，市场降息预期明显回调，CME 利率期货隐含的降息预期收窄至年内继续降息 50BP，未来一年降息空间为 150BP。债券市场大幅承压，10 年期美债由 3.85% 升至 3.96% 附近，上行幅度达 11BP；美股总体上涨，截至北京时间 23:00，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 分别上涨 0.26%、0.79%、0.44%；美元指数上涨 0.5%，再度回至 102 以上。

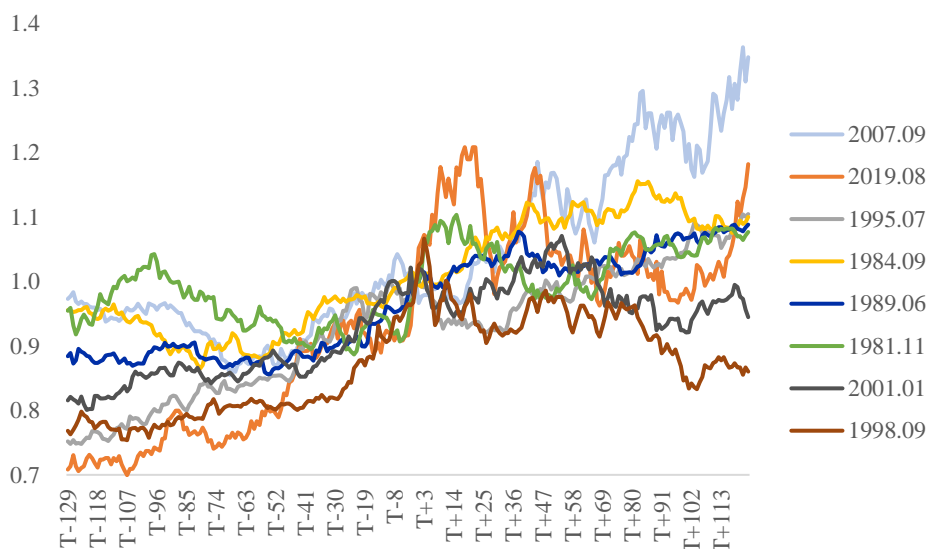
图表 10：数据公布后，降息预期回调至年内降息 50BP

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.2%	2.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.0%	80.7%	2.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	74.2%	10.3%	0.2%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.1%	66.0%	19.2%	1.6%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	44.5%	38.2%	8.8%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	30.4%	40.6%	20.1%	3.8%	0.3%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	1.7%	13.8%	34.0%	33.4%	14.4%	2.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.6%	6.1%	21.1%	33.8%	26.5%	10.1%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.2%	2.1%	10.1%	24.5%	31.8%	22.1%	7.9%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所；截至 2024.10.05

对于美债而言，在衰退交易被证伪、经济边际走强的背景下，短期或偏震荡，再度下行需要看到美国数据走弱，目前看仍需观察。一方面，从历史经验看，美联储降息落地，尤其是衰退式降息的剧本中，美债利率通常阶段性承压，源于此前市场已提前 price in。另一方面，从短期走势看，前期美国衰退交易过度演绎，且 8-9 月数据在边际走强，意味着美国经济软着陆甚至不着陆的概率大幅提升，在此背景下美债利率短期下行缺乏催化，且还需警惕 10 月可能发布的 9 月通胀和 Q3GDP 数据，不排除有进一步上行可能性。

图表 11：首次降息前后的美国政府债走势

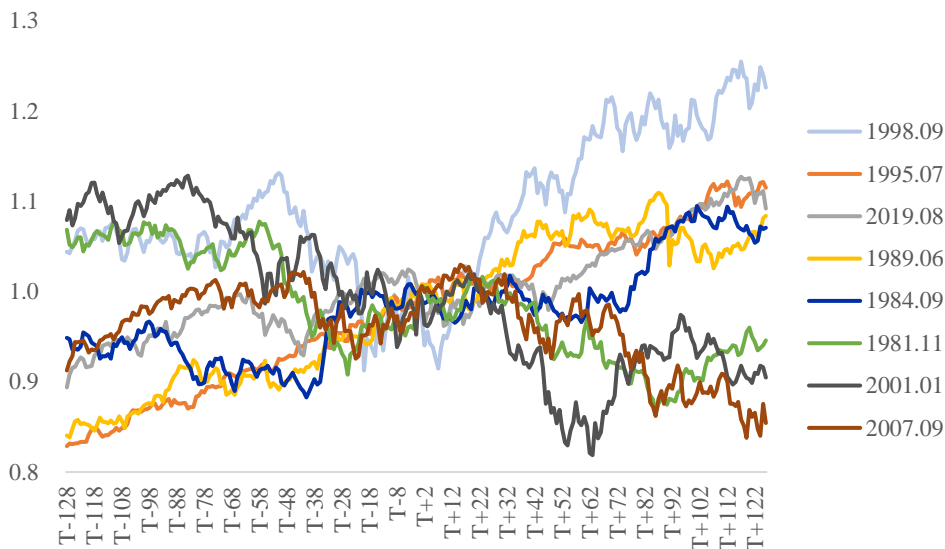


来源：GFD、华福证券研究所；以降息日的美债指数收盘价为单位 1，前后标准化处理

对于美股而言，本轮降息更接近预防式降息剧本，对美股总体利好，但短期需警惕估值偏高及市场集中度过高带来的压力。从历史经验看，1980 年代以来的 8 次降息周期中，除 1981、2001、2007 三次衰退式降息外，其余周期中降息落地后通常对应美股上涨。而 9 月超预期非农进一步证伪了此前市场交易的美国经济衰退，意味着美联储降息更多是预防式降息，企业盈利端总体有支撑，对美股而言构成利好。但短期看，美股估值仍偏高+市场集中度过高，意味着短期涨幅或乏力。截至 10 月 4 日，标普 500 远期 PE 为 23.8X，高于过去 10 年中位数(18.9X)和过去 5 年中位数(21.8X)，且年初以来持续处于拔估值阶段，需要时间消化估值。另一方面，从市场集中度看，截至 10 月初，美股中前十大股票市值占比为 35.7%，较 7 月的 37.0% 边际下滑，但仍然处于近 20 年的历史偏高水平。往后看，美股一方面需要关注美国经济的边际变化，另一方面后续发布的 Q3 科技股财报或是关键变量。



图表 12: 首次降息前后的美股走势



来源: GFD、华福证券研究所; 以降息日的美股收盘价为单位 1, 前后标准化处理

图表 13: 截至 10 月初, 标普 500 远期 PE 为 23.8X



来源: Factset、华福证券研究所; 截至 2024.10.04

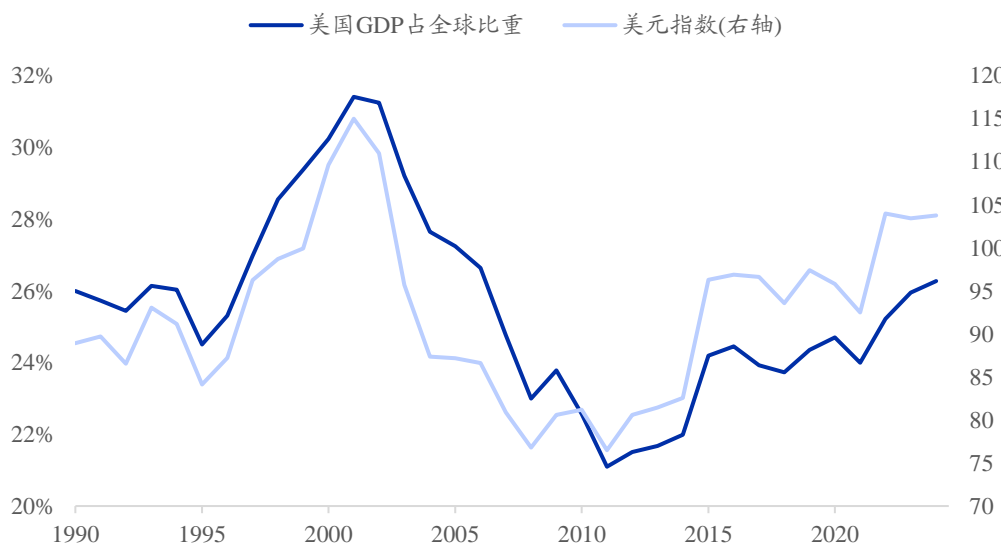
图表 14: 截至 10 月初, 美股前十大股票市值占比达 35.7%



来源: Factset、华福证券研究所; 截至 2024.10.04

对于美元而言, 短期或企稳, 再度下探空间有限。7 月以来在美国衰退+降息交易催化下, 美元指数明显走弱, 一度跌至 100 的重要关口, 但 10 月初以来随着美国 PMI、非农等超预期数据发布, 美元再度走强。往后看, 美元短期或企稳, 再度下探空间有限。一方面, 从基本面视角看, 美元中长期由美国经济在全球经济的相对强弱决定, 2011 年以来美国经济占全球比重波动上行, 带动美元整体走强。往后看, 美国经济韧性仍然较强, 尤其是相较欧洲、日本等发达经济体的优势大概率仍然延续, 对应美元中长期有支撑。另一方面, 从货币政策视角看, 尽管美联储已初次降息, 但欧元区、加拿大、英国、日本、中国等全球主要央行均已开启降息通道, 意味着美联储降息不一定代表美元必定贬值。在美国经济韧性仍较强的背景下, 美元短期或企稳, 再度下探空间有限。

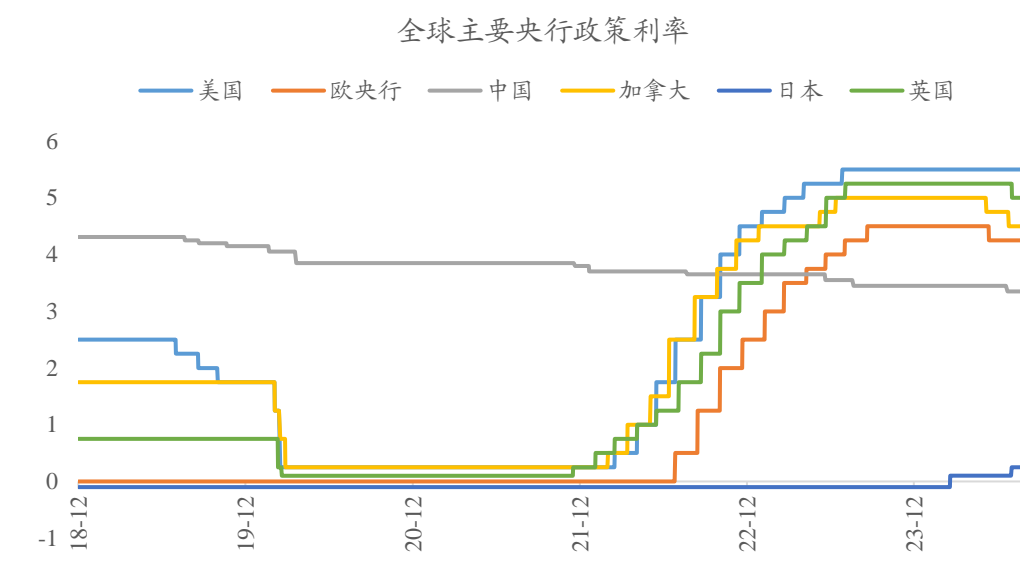
图表 15: 美元指数长期跟随美国 GDP 占全球比重而波动



来源: 世界银行、iFind、华福证券研究所



图表 16: 年初以来, 全球主要央行大部分开启降息周期



来源: Factset、华福证券研究所

3 风险提示

一是金融风险事件爆发; 二是地缘政治风险; 三是就业市场大幅冷却等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn